

## 緊急レポート PART2 不確実性との付き合い方

「耳のある者は聞きなさい」と聖書にあるが、「聞く気のある者」だけが聞くのである。(イーヴァル・エクランド『偶然とは何か - 北欧神話で読む現代数学理論全 6 章』)

### 昨日のレポートのフォローアップ

昨日、緊急レポートを出した。主旨は、北朝鮮リスクが高まっているので、売れるものは売ってキャッシュポジションを高めておくにこしたことはない、というものであった。

ところが例によってツイッターをはじめネットの世界では、僕のレポートに対する批判や悪口、揶揄などが散見された。批判を集約すると、「4月から5月にかけて好業績を織り込めば日経平均は2万円などと吹聴してたくせに、いまさら売れとはどういうことだ!」という怒りの声が多い。どうにも、いいたいことが伝わらないもどかしさがある。

これまで何度も「期待値」で判断するということを述べてきた。相場シナリオの予想に賭けるのではなく、各シナリオの生起確率とそのシナリオが起きたときのリターンを掛け合わせて、「期待値」がプラスなものに賭けることを繰り返せば長い目でみて成功する可能性が高い。

昨日のレポートでは、「株が下がるから売るべきだ」とは一言も述べていない。「株が下がる可能性が高い」とも言っていない。万が一のことが(朝鮮半島の有事を想定)起きた場合は半端な下げにとどまらない。暴落となる危険性がある。そのようなリスクが高い状況ではポジションを落とすなりヘッジをするなり、エクポージャーを下げるのが賢明だと述べたのである。

相場の先行きについては決算発表で好業績を織り込んで日経平均は2万円をつけるだろう、というのがメインシナリオで変わらない。だが、(くどいですが、当たり前ですが)メインシナリオは「絶対起きる」シナリオではなく、いくつかある可能性のひとつでしかない。真に「Most Likely」シナリオであるかさえ定かではなく、僕が主観的に割り振った確率をもっとも高いシナリオでしかない。

それに対して朝鮮半島の有事が起きる確率というのは低いだろう(と僕の主観はとらえている)。しかし、確率の低いそのシナリオが起きた時には大惨事となる。だったら、どういう投資行動、どういうポジション調整をするのが賢明ですか?という話である。

### フランク・ナイトの不確実性

前段で「期待値」とか生起確率とか述べたが、そもそもその「生起確率」がわからない。では何もしようがないのか。そうではない。昨年6月、英国の国民投票を前に書いたレポートを引用するのでご一読いただきたい。

＜ギャンブルの定義を、「期待値がマイナスなものに賭けること」としてきた。世論調査の結果も当てにはならない。そうになると、そもそも確率を合理的に見積もることができないのだから、「期待値」をはじきようがない。サイコロの丁半博打やコイントスなら(いかさまがなければ)確率は5分5分なのでまだ賭けようがあるが、BrexitのYes/Noに賭けるのは丁半博打より難しい。

それでも賭けようがないわけではない。「賭ける」というのは一種の意思決定であり、われわれは意思決定をするときに理論的・客観的な根拠を必要とする - と思込みがちである。しかし、意思決定の理論は、未来の出来事に確率を割り振るとき客観的な根拠を要求してはいない。当たり前だが、確率が主観的でも意思決定はできる。フランク・ナイトの定義する「不確実性」と「リスク」の話だ。

ナイトの言う「リスク」とは確率計算である程度予想できるものであり、それに対してまったく予想もつかないものを「不確実性」とナイトは定義した。世の中一般的には「不確実性」を忌み嫌う傾向があるが、賭け、あるいはギャンブルとは、この「不確実性」というほうのリスクを厭わずとるという行為に他ならない。＞

(2016年6月21日付ストラテジーレポート)

フランク・ナイトの不確実性の話は何度も書いてきたけど、これも読者にじゅうぶん伝わっているか確信が持てないでいた。そんななか、密かに私淑している小幡績・慶應義塾大学准教授がナイトの不確実性について書いている文章を読んで、僕自身本当に腹に落ちたので紹介したい。

＜ナイトの不確実性とは、一般のリスクと異なり、確率分布を描けない不確実性のことだ。だから、平均や分散はもちろん計算できないし、何が起こるか、分布の範囲ですらわからない。分布しているかど

うかもわからない。一度限りのものであるから、経験則も成り立たない。そういう不確実性である。

したがって、いわゆる金融危機後(リーマンショック後)は、リーマンショックは想定外で、ナイトの不確実性だといわれたり、2011年の震災や津波も原発事故も想定外でナイトだと言われた。

しかし、ナイトの不確実性とは想定外という意味では全くない。もともと確率分布が描けないのだから、何が起きてもある意味、想定内である。想定外が起こることこそ想定内だからこそナイトの不確実性なのである。>

(小幡績「新・経済発展理論体系(4)経済発展のエンジンである新結合の源泉は何か?」)

何が起きても、想定内である。想定外が起こることこそ想定内なのだ。

朝鮮半島で、中東で、フランスで、世界の至る所で、「想定外」は起こり得る。それを想定して投資行動をとるべきである。

### 今後の展開

売れるものは売るべき、と述べたが、実際に何を売るかはひとそれぞれであろう。デリバティブが使える投資家なら先物なりオプションなりでヘッジすればよい。インバース型のETFを買ってもいい。実際にポートフォリオの銘柄を売却するのがもっとも基本的な投資行動だ。全部売らないまでも、株数を半分に減らすとか3分の1にするとか。儲かっているとか含み損があるとかは関係なく、買い戻すことも想定して流動性を第一に考えたい。その意味ではインデックス・ファンドで株式のエクスポージャーを持っているひとは個別銘柄は置いておいて、まずインデックス・ファンドのポジションを落としてはどうだろう(僕自身はこのパターン)。

今後を展望すると、地政学的リスクの高まりやFRBのバランスシート縮小議論など不透明材料が多いなかで来週末はイースターのグッドフライデーで海外市場の多くは休場、欧米投資家はイースター休暇に入る。そのロング・ウィークエンドのど真ん中、15日(土)は金日成生誕105周年で軍事パレードがあるとみられている。それに合わせたミサイル発射も十分可能性があり有事勃発のリスクが高い。

自分がトレーダーやファンドマネージャーで巨額のポジションを管理する立場だったらどうするか? イースター休暇前にはポジションを落とすなり、ヘッジをかけるなりするだろう。こんな局面で無理に勝負に

はいかない。よって、下値を無理に売り込むような動きにはならないと思うが、そうした売り圧力で上値は重いだらう。今晚の雇用統計を確認したあとは、すでにポジション調整の動きが出始めると思う。

#### ご留意いただきたい事項

当社は、本書の内容につき、その正確性や完全性について意見を表明し、また保証するものではありません。記載した情報、予想及び判断は有価証券の購入、売却、デリバティブ取引、その他の取引を推奨し、勧誘するものではありません。過去の実績や予想・意見は、将来の結果を保証するものではありません。提供する情報等は作成時現在のものであり、今後予告なしに変更又は削除されることがございます。当社は本書の内容に依拠してお客様が取った行動の結果に対し責任を負うものではありません。投資にかかる最終決定は、お客様ご自身の判断と責任でなさるようお願いいたします。本書の内容に関する一切の権利は当社にありますので、当社の事前の書面による了解なしに転用・複製・配布することはできません。内容に関するご質問・ご照会等にはお応え致しかねますので、あらかじめご容赦ください。

#### 利益相反に関する開示事項

マネックス証券株式会社は、契約に基づき、オリジナルレポートの提供を継続的に行うことに対する対価を契約先金融機関より包括的に得ておりますが、本レポートに対して個別に対価を得ているものではありません。レポート対象企業の選定はマネックス証券が独自の判断に基づき行っているものであり、契約先証券会社を含む第三者からの指定は一切受けておりません。レポート執筆者、並びにマネックス証券と本レポートの対象会社との間には、利益相反の関係はありません。

マネックス証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第165号  
加入協会: 日本証券業協会、一般社団法人 金融先物取引業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会

